

乐歌股份 (300729.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

23 业绩略超预期，跨境电商+海外仓 双轮驱动成长

业绩简评

4月17日公司披露23年报，23A营收39亿元(同比+21.6%)，归母净利润6.34亿元(同比+189.7%)，扣非归母净利2.5亿元(同比+142.4%)；4Q23营收12.2亿元(同比+35.7%)，归母净利润1.17亿元(+93.6%)，扣非归母净利0.99亿元(+160.6%)，23年扣非归母净利超过之前业绩预告上限。

经营分析

跨境电商：独立站表现靓丽，拓品类贡献新增长点。23A营收17.7亿元(+12.6%)，亚马逊/独立站营收10/6.7亿元(+7.8%/+16.7%)，其中2H营收5.8/3.7亿元(+32.6%/+24.6%)，23年公司美国独立站流量首次超过主要竞争对手排名第一，独立站占跨境电商收入占比提升至近4成，人均消费金额3014元高于亚马逊平台1694元。品类角度，公司以智能升降桌为基，推出电动沙发、人体工学椅等品类，贡献新收入增长点，我们看好公司在大件智能家居用品行业份额持续提升。

海外仓：延续高成长，规模效应下盈利能力扩张显著。23A营收9.5亿元(+94.8%)，2H营收5.9亿元(+91.1%)，截至23年末，公司在全球拥有12个自营海外仓，面积28.96万m²，24Q1加快扩仓进度，拥有13个自营海外仓，总面积36.24万m²，且已累计服务超600家外贸企业，伴随库容率提升带动管理等固定费用的摊薄、尾程物流商议价能力提升等，海外仓业务盈利能力爬升，2H23毛利率14.8% (环比+5.6pct)。

内销：23A营收3亿元(+5.1%)，线上借助京东分销/天猫直营持续开拓，持续开拓线下销售渠道，23A毛利率32.1% (-2.5pct)。受汇率、海外仓盈利提升影响，23A毛利率36.5% (同比+2.1pct)，销售/管理&研发/财务费用率同比-0.1/-0.3/+0.05pct至20.1%/7.9%/0.96%，扣非净利率6.5% (同比+3.2pct)。

升降桌品牌出海头部企业，海外仓开启第二成长曲线。公司升降桌业务有望持续受益行业渗透率提升红利、拓品类带动成长加速，海外仓成长进入成长发力期，自建仓+规模化效应盈利弹性有望超预期。内销仍处于渠道开拓、品类认知提升阶段，品类红利优势下后续成长、盈利值得期待。

盈利预测、估值与评级

我们看好公司作为跨境线性驱动行业龙头持续成长及海外仓发展潜力，预计24-26年归母净利润分别为4.5/5.1/6亿元，当前股价对应PE分别为9/8/7X，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格大幅波动导致毛利率波动的风险；市场竞争激烈导致毛利率下滑的风险；加征关税的风险；股东减持风险。

轻工组

分析师：尹新悦 (执业 S1130522080004)

yinxinyue@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓 (执业 S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：19.63 元

相关报告：

- 《乐歌股份公司点评：3Q 业绩表现靓丽，跨境电商+海外仓双轮驱动...》，2023.10.24
- 《乐歌股份公司深度研究：垂类品牌出海领军者，海外仓打开第二成长...》，2023.10.8



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	3,208	3,902	4,961	6,131	7,528
营业收入增长率	11.74%	21.61%	27.15%	23.58%	22.80%
归母净利润 (百万元)	219	634	445	506	601
归母净利润增长率	18.44%	189.72%	-29.74%	13.58%	18.81%
摊薄每股收益 (元)	0.915	2.028	1.424	1.618	1.922
每股经营性现金流净额	1.40	2.62	1.54	2.14	3.00
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.92%	20.87%	13.41%	13.69%	14.45%
P/E	17.68	8.83	9.43	8.30	6.99
P/B	1.58	1.84	1.26	1.14	1.01

来源：公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	2,871	3,208	3,902	4,961	6,131	7,528
增长率		11.7%	21.6%	27.1%	23.6%	22.8%
主营业务成本	-1,731	-2,104	-2,477	-3,268	-4,045	-4,890
%销售收入	60.3%	65.6%	63.5%	65.9%	66.0%	65.0%
毛利	1,140	1,104	1,425	1,693	2,086	2,639
%销售收入	39.7%	34.4%	36.5%	34.1%	34.0%	35.0%
营业税金及附加	-14	-18	-26	-25	-31	-38
%销售收入	0.5%	0.6%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-690	-647	-783	-967	-1,165	-1,355
%销售收入	24.0%	20.2%	20.1%	19.5%	19.0%	18.0%
管理费用	-109	-119	-163	-189	-227	-271
%销售收入	3.8%	3.7%	4.2%	3.8%	3.7%	3.6%
研发费用	-130	-144	-145	-189	-221	-263
%销售收入	4.5%	4.5%	3.7%	3.8%	3.6%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	197	176	309	324	443	711
%销售收入	6.9%	5.5%	7.9%	6.5%	7.2%	9.4%
财务费用	-68	-29	-37	-103	-140	-140
%销售收入	2.4%	0.9%	1.0%	2.1%	2.3%	1.9%
资产减值损失	-14	-16	-16	0	0	0
公允价值变动收益	-6	-11	-2	0	0	0
投资收益	26	0	-24	20	20	30
%税前利润	13.0%	n.a	n.a	3.7%	3.4%	4.2%
营业利润	191	271	801	541	593	702
营业利润率	6.6%	8.5%	20.5%	10.9%	9.7%	9.3%
营业外收支	12	-2	-6	2	2	5
税前利润	202	269	796	543	595	707
利润率	7.0%	8.4%	20.4%	10.9%	9.7%	9.4%
所得税	-18	-50	-162	-98	-89	-106
所得税率	8.9%	18.6%	20.4%	18.0%	15.0%	15.0%
净利润	184	219	634	445	506	601
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	185	219	634	445	506	601
净利率	6.4%	6.8%	16.2%	9.0%	8.2%	8.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	184	219	634	445	506	601
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	121	199	273	189	215	243
非经营收益	3	54	-368	-76	-44	102
营运资金变动	-42	-137	280	-77	-8	-7
经营活动现金净流	265	335	820	482	669	938
资本开支	-311	-537	-541	-332	-525	-422
投资	-22	-301	72	-200	0	0
其他	93	-9	21	20	20	30
投资活动现金净流	-240	-847	-448	-512	-505	-392
股权募资	708	302	16	-38	0	0
债权募资	64	466	-108	1,055	807	430
其他	-133	-274	33	-286	-309	-325
筹资活动现金净流	639	495	-59	731	498	106
现金净流量	627	-30	318	701	662	652

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,505	1,628	1,652	2,070	2,526	3,028
应收款项	233	206	292	326	403	495
存货	513	490	460	627	776	938
其他流动资产	132	829	502	711	726	743
流动资产	2,383	3,152	2,906	3,734	4,431	5,204
%总资产	59.1%	52.6%	42.8%	46.7%	48.2%	51.0%
长期投资	39	60	69	69	69	69
固定资产	900	1,360	2,372	2,847	3,396	3,667
%总资产	22.3%	22.7%	34.9%	35.6%	36.9%	35.9%
无形资产	245	256	286	303	317	331
非流动资产	1,649	2,836	3,892	4,258	4,770	5,004
%总资产	40.9%	47.4%	57.2%	53.3%	51.8%	49.0%
资产总计	4,032	5,989	6,798	7,992	9,201	10,208
短期借款	818	1,070	782	1,878	2,685	3,115
应付款项	541	531	683	827	1,023	1,236
其他流动负债	184	214	221	215	252	302
流动负债	1,543	1,815	1,686	2,920	3,960	4,654
长期贷款	288	587	783	783	783	783
其他长期负债	296	1,134	1,292	969	763	614
负债	2,127	3,536	3,761	4,672	5,507	6,051
普通股股东权益	1,905	2,453	3,037	3,320	3,694	4,157
其中：股本	221	239	312	312	312	312
未分配利润	679	852	1,381	1,701	2,076	2,539
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	4,032	5,989	6,798	7,992	9,201	10,208

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.837	0.915	2.028	1.424	1.618	1.922
每股净资产	8.633	10.255	9.720	10.619	11.817	13.299
每股经营现金净流	1.203	1.402	2.623	1.542	2.141	3.003
每股股利	0.180	0.350	0.400	0.400	0.420	0.440
回报率						
净资产收益率	9.69%	8.92%	20.87%	13.41%	13.69%	14.45%
总资产收益率	4.58%	3.65%	9.32%	5.57%	5.50%	5.89%
投入资本收益率	5.73%	3.37%	5.11%	4.29%	5.11%	7.31%
增长率						
主营业务收入增长率	47.95%	11.74%	21.61%	27.15%	23.58%	22.80%
EBIT 增长率	-21.52%	-10.51%	75.30%	4.91%	36.83%	60.55%
净利润增长率	-14.93%	18.44%	189.72%	-29.74%	13.58%	18.81%
总资产增长率	40.62%	48.53%	13.51%	17.56%	15.13%	10.95%
资产管理能力						
应收账款周转天数	22.8	21.7	20.4	21.0	21.0	21.0
存货周转天数	109.5	86.9	70.0	70.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	92.3	72.0	65.1	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	106.2	96.6	179.6	154.2	151.5	131.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-18.69%	-9.27%	-6.92%	14.09%	22.15%	17.94%
EBIT 利息保障倍数	2.9	6.0	8.2	3.1	3.2	5.1
资产负债率	52.74%	59.05%	55.32%	58.46%	59.85%	59.27%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	4	7	14	31
增持	0	1	2	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.20	1.22	1.22	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-10-08	买入	14.47	19.20~19.20
2	2023-10-24	买入	12.90	N/A

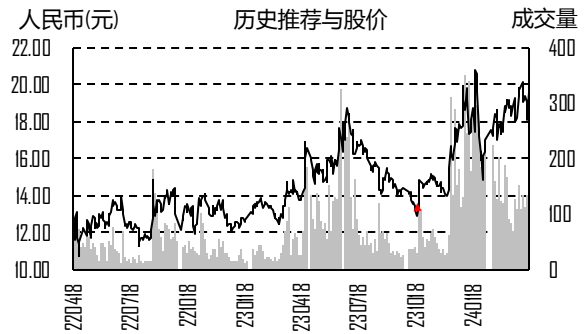
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究